投资策略

半年度策略

证券研究报告

2020 年 12 月 2 日

屠苏送暖，砥砺前行

风险评级：中风险

2021 年上半年 A 股投资策略报告

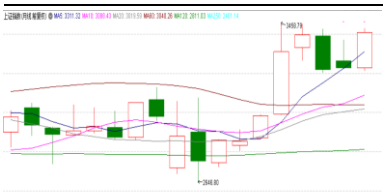
费小平
SAC 执业证书编号：
S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn

许建锋
SAC 执业证书编号：
S0340519010001
电话：0769-22110925
邮箱:xujianfeng@dgzq.com.cn

市场主要指数 2020 年表现（截至 11 月 27 日）

	收盘点位	涨幅
上证综指	3408.31	11.74%
深证成指	13690.88	31.25%
沪深 300	4980.77	21.58%
中小板指	9028.19	36.12%
创业板指	2618.99	45.65%

上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所

投资要点：

- **2020年大盘先“疫”后扬，震荡反弹。**年初市场经受国内外疫情冲击，但随着国内疫情稳定、经济恢复及流动性支持，下半年逐步走出困境，迎来震荡反弹。
- **2021年上半年市场环境分析：**
- **经济：**全球经济形势有望迎来逐步恢复态势，而国内经济运行已经回归常态，投资、消费等内需仍受到政策支持，2021年经济将持续回暖，预计全年GDP增速为7%左右，并呈现先高后稳的格局。
- **政策：**随着“十四五”规划的正式编制和落地，政策方向将逐步明朗，有望为改革注入新动力。积极财政政策仍将是推动经济发展的重要抓手，赤字率目标将维持在3%水平。全球宽松的边际力度和效果或逐步减弱，加上经济恢复态势良好，预计货币政策将适度趋稳，有望回归正常化。
- **市场：**注册制迎来持续推进，未来深化改革延续，预计将在全面推开注册制、风险工具完善、提升上市公司质量、引入长期资金方面进一步有所发力。机构影响力依然占据市场主导，且有持续提升空间，而居民的资产配置有望逐步向股权转移，带动资本市场健康发展。
- **估值及资金面：**上市公司盈利增速前高后稳，估值总体相对较合理，局部略偏高。2021年融资、大小非净减持或将对资金面形成较大压力，但在基金发行节奏延续、两融资金支持、北向资金流入、中长线资金持续配置股市等因素影响，资金面有望维持相对紧平衡格局。
- **2021年上半年市场展望：屠苏送暖，砥砺前行。**对2021年上半年行情，我们保持偏谨慎乐观。2021年国内外经济有望稳步复苏，基本面因素将持续改善，十四五规划及两会带动政策保持积极，资本市场的改革深化为市场健康发展注入新动力，对中长期资金的引导及居民财富配置转移更为市场带来资金支持，不过货币政策回归中性，而资金面受到融资、大小非减持等因素影响，将维持紧平衡态势，难以对市场形成明显的资金支持。大盘2021年年初仍有走强机会，而随着货币政策逐步回归正常及融资压力加大，将面临高位震荡反复压力，预计2021年上半年市场将屠苏送暖，砥砺前行，呈现冲高震荡格局。
- **操作策略及投资主线：**积极布局，把握以下三条投资主线：

（1）价值主线：经济回暖背景下具备估值修复机会，如银行、保险、证券、地产、化工、有色、建筑、建材、机械、电气设备等板块；

（2）消费主线：家电、汽车、食品饮料、医药、旅游、商业等板块等；

（3）科技主线：计算机、通信、电子、新能源汽车、新材料等板块。

- **行业配置：超配金融、地产、化工、家电、食品饮料、TMT等，标配电气设备、有色、基建、机械、汽车、医药、轻工、新材料等。**
- 风险提示：宏观经济增速不及预期风险；海外市场大幅波动风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目录

1. 2020 年 A 股市场回顾：先“疫”后扬，震荡反弹 4
2. 2021 年上半年市场环境分析：复苏正当时，改革新动力 5
2.1 2021 年上半年经济与政策展望：复苏正当时，“十四五”注入新动力 5
2.2 深化注册制改革，资本市场强化财富配置 10
2.3 市场因素分析：盈利、估值及资金面 14
3. 2021 年上半年市场展望与操作策略 19
3.1 2021 年上半年市场展望：屠苏送暖，砥砺前行 19
3.2 操作策略及行业配置：注意风格转换，超配金融、地产、化工、家电、食品饮料、TMT 等板块20
3.3 2021 年一季度股票组合 23

插图目录

图 1：上证指数 2020 年走势回顾 4
图 2：2020 年各大指数涨跌幅 4
图 3：2020 年行业板块涨跌幅 4
图 4：美日欧 GDP 增速 6
图 5：新兴经济体制造业 PMI 6
图 6：国内经济数据 7
图 7：财政收入和支出增速 7
图 8：M2 和 M1 增速 7
图 9：各部门宏观杠杆率 8
图 10：国际机构对中国经济增速预测 10
图 11：资本市场改革未来展望 11
图 12：国内机构投资者持仓 A 股市值占比（%） 12
图 13：机构持仓市值变化（万元） 12
图 14：北向资金流入（亿元） 12
图 15：2018 年美国各类投资者持仓市值占比（%） 12
图 16：2008-2019 年中国个人持有可投资资产结构（万亿，%） 13
图 17：我国国债收益率（%） 13
图 18：银行理财收益率（%） 13
图 19：美国居民资产中房地产占比（%） 14
图 20：美国居民资产中股票及基金占比（%） 14
图 21：新基金发行规模（亿份） 14
图 22：日均融资余额（亿元） 14
图 23：A 股区间现金分红金额（百万元） 14
图 24：A 股退市数量（家） 14
图 25：上市公司归属母公司股东净利润增速 15
图 26：市场整体市盈率 15
图 27：行业市盈率 16
图 28：行业市盈率 2 16
图 29：A 股融资规模（亿元） 16
图 30：A 股融资家数（家） 16
图 31：上市公司增减持数据 17

图 32：2021 年大小非解禁市值 17
图 33：已完成的回购情况（家、股） 17
图 34：保险资金运用余额及权益类投资占比 17
图 35：各类新发行公募金比例（%） 18
图 36：偏股类、偏债类公募基金新发行份额（亿份） 18
图 37：沪深港股通资金流入统计 19

表格目录

表 1：2020 年重大经济政策汇总 9
表 2：2021 年一季度股票组合 23

1. 2020 年 A 股市场回顾：先“疫”后扬，震荡反弹

图 1：上证指数 2020 年走势回顾

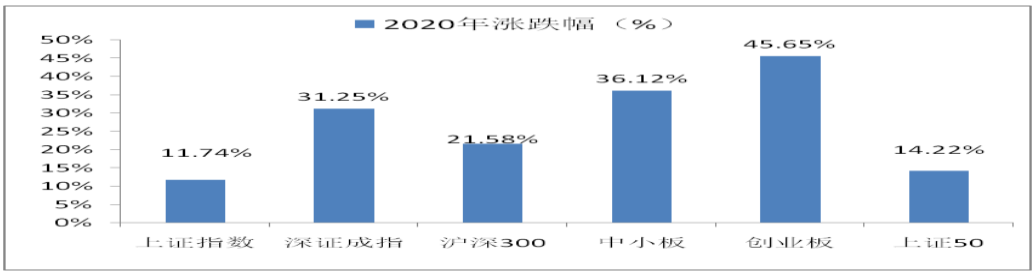


资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

回顾 2020 年的 A 股市场，整体呈现出现先抑后扬的震荡反弹走势。2020 年年初市场惯性上冲，春节前有所回调休整，随着国内爆发新冠疫情，市场先大幅杀跌后出现强势反弹，但随着 3 月中旬全球疫情爆发，市场最终大幅回调至 2700 点附近。之后在国内疫情逐步稳定背景下，市场逐步震荡回暖，7 月份更是出现强势拉升，四季度则维持高位震荡反复，指数维持在 60 均线上方。虽然市场经受国内外疫情冲击，但**在国内疫情逐步稳定、经济面逐季恢复、全球货币宽松政策释放带来国内流动性支持等等因素影响下，市场最终走出困境，先“疫”后扬，迎来震荡反弹的走势**。

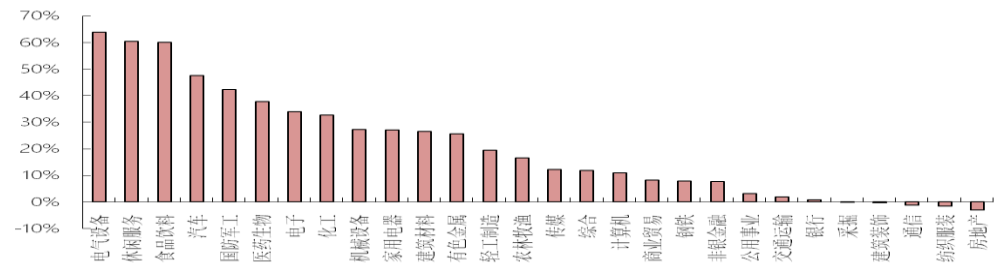
上证指数 2020 年（截止到 11 月 27 日）上涨 11.74%，沪深 300 指数上涨 21.58%，深成指上涨 31.25%，创业板指数上涨 45.65%，中小板指数上涨 36.12%，上证 50 指数上涨 14.22%，各大指数普遍上涨。**从行业来看，各大板块几乎全线上涨，其中电气设备、休闲服务、食品饮料、汽车、医药、军工、化工、电子等板块表现较强，涨幅均超过 30%，**其中电气设备、食品饮料、休闲服务更是涨幅超过 50%，另外，家电、建筑建材、有色、机械、轻工等板块也有不错表现，仅地产、纺织服装、通信走势偏弱，小幅下跌。

图 2：2020 年各大指数涨跌幅



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

图 3：2020 年行业板块涨跌幅



资料来源：wind 资讯、东莞证券研究所

2. 2021 年上半年市场环境分析：复苏正当时，改革新动力

2020 年全球新冠肺炎疫情对国内以及国际经济发展带来极大冲击，而全球贸易摩擦延续，内外部环境复杂，随着疫情因素逐步缓和及经济面的逐步恢复，2021 年上半年的市场环境如何，我们将从经济、政策、市场、资金等维度一一论证分析。

2.1 2021 年上半年经济与政策展望：复苏正当时，“十四五”注入新动力

2.1.1 疫情冲击余波仍在，海外经济 2021 年上半年或缓慢恢复

（1）受疫情持续影响，2020 年下半年全球经济复苏势头有所趋缓。

2020 年全球经济受疫情影响，先是在 2-4 月份经历断崖式回落，摩根大通全球综合 PMI 指数一度下行至 26.2%。随后随着政策宽松力度加大，逐渐从新冠疫情中恢复，制造业和服务业均增长，供需两端持续恢复。7 月摩根大通全球制造业指数超过荣枯线至 51，并逐月攀升，10 月达到 53.3%；服务业和制造业景气恢复速度相当，7 月摩根大通全球服务业和制造业指数均上升到 50.6%，10 月更是分别增加至 52.9%和 53%。

前三季度主要的发达国家和地区 GDP 均受到冲击。三季度美国 GDP 下降 2.92%，日本下降 5.8%，欧元区下降 4.4%，但降幅均较二季度收窄。10 月美国、欧洲和日本的景气发展有所上行，10 月美国制造业 PMI 高达 59.3%，日本制造业和服务业 PMI 上升至 48.7%和 47.7%，10 月欧洲制造业 PMI 也上涨至 54.8%。主要新兴的发展中国家景气上行幅度超过发达国家。10 月巴西和印度制造业 PMI 分别高达 66.7%和 58.9%，较 7 月分别上涨 8.5 和 16.4 个百分点，涨幅明显。

但随着欧美 10 月份以来第二波疫情的卷土重来，对整体复苏进程或带来影响。根据世卫组织统计数据，截至 11 月 28 日全球累计新冠肺炎确诊病例 61299371 例。欧洲部分地区再次启动紧急举措，受此影响，欧元区 11 月服务业 PMI 再度回落至 41.3%，制造业 PMI 也回落至 53.6%。**考虑到冬季疫情仍有反复，经济的复苏势头在四季度将可能有所趋缓**。国际货币基金组织在 10 月份发布的报告预计 2020 年全球经济萎缩 4.4%。

（2）全球宽松的边际力度或减弱，2021 年上半年全球经济缓慢恢复

今年为应对疫情冲击，全球央行积极推行宽松货币政策。美联储维持 0%-0.25%的利率不变，以刺激经济复苏；而欧洲央行表示扩张性的货币政策很有必要，将继续实施紧急抗疫购债计划（PEPP）政策；日本央行也维持宽松态势以及较低利率不变。当前全球利率低位运行，日本和欧洲 10 年期国债利率持续处于负区间，美国 10 年期国债利率在三季度由下行转为上行至 0.9%左右，10 年期实际利率有所回升，但仍然在负区间。对于 2021 年的全球经济而言，依然面临贸易摩擦、疫情反复以及宽松政策的持续性以及可能存在的通胀压力等等问题，我们认为：

首先，疫苗的逐步推出将有助于抑制疫情的持续扩散。美企辉瑞与莫德纳先后宣布各自的候选疫苗有效性超过 90%，另外英国制药企业阿斯利康也表示其候选疫苗在预防新冠病毒方面平均有效性达 70%，在较少剂量的方案中该疫苗的有效性达 90%。从疫苗推出时间来看，今年底或者 2021 年年初可能就可以进入生产和使用环节，将极大缓解当前疫情持续扩散压力，为经济的稳定运行带来帮助。

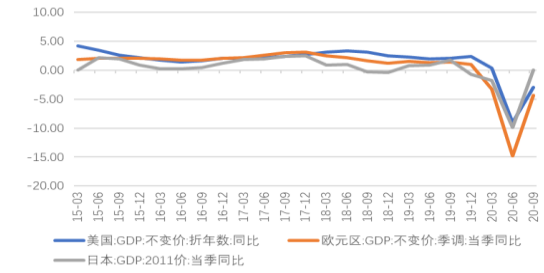
其次，全球贸易形势有可能随着美国大选结果的确定而适度缓和，加上美国经济仍有较强的恢复，对全球经济或带来帮助。中美贸易摩擦也存在适度缓和可能，从而推动

贸易的恢复。此外，美国经济在今年下半年总体的恢复势头较强，2021 年仍有望继续保持复苏态势，并对全球经济走稳带来帮助。

但也需要注意的是，全球量化宽松的步伐面临边际效果减弱可能。美联储利率虽然仍维持低位，但进一步下降至负利率的概率较低。而欧盟、日本已经处于负利率区间，进一步降低利率的空间有限，未来虽然仍有进一步宽松预期，但随着疫情逐步稳定以及经济面的适度走稳，宽松步伐或边际减弱。另外，经济复苏及之前货币宽松带来的流动性偏松，对 2021 年的物价会带来推升，近期大宗商品价格都出现反弹势头，无论是油价还是铜铝等价格都出现了回升，在 2021 年经济复苏态势下，需求也有望回暖，从而可能进一步推升通胀水平，对后续的货币政策宽松步伐有所制约。

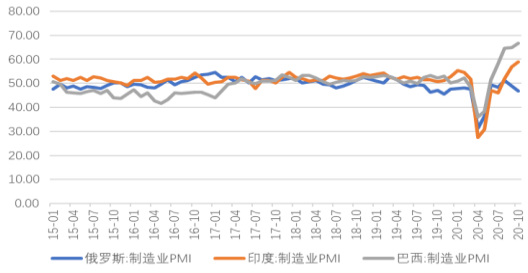
总体来看，我们认为 2021 年全球经济仍将呈现出缓慢复苏势头。美国总统换届带来全球贸易关系缓和，而疫情虽然短期仍有反复，但随着疫苗研发的推进，有望逐步推出并抑制疫情的持续扩散。此外，各国政府也在积极应对疫情影响，加上今年基数相对较低等因素，2021 年全球经济复苏依然主要基调。根据主要机构预测，IMF、世界银行和经合组织预期 2021 年全球经济同比上涨 4%-5%。IMF 和世界银行预测美国 GDP 同比涨幅为 3%-4%。不过需要注意的是，随着经济增长的逐步恢复，后续全球宽松的边际力度和效果或逐步减弱。

图 4：美日欧 GDP 增速



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 5：新兴经济体制造业 PMI



资料来源：wind、东莞证券研究所

2.1.2 国内复苏良好，十四五规划为改革注入新动力

（1）2020 下半年经济与政策回顾：政策助力，经济逐季恢复

第一，2020 年三季度持续恢复，四季度趋向正常化增长。

2020 年三季度 GDP 同比上涨 4.9%，较第二季度提升 1.7 个百分点。第二产业上涨幅度最大，同比上涨 6.0%，第一、第三产业 GDP 分别同比上涨 3.4%和 4.3%。随着国内疫情逐步得到有效控制，经济在三季度持续恢复，四季度经济增长趋向正常化。

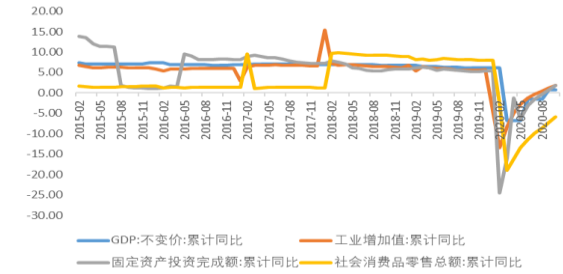
第二，财政和货币政策积极应对

财政政策保持积极态势，虽然之前受疫情因素影响，财政收入增速呈现负增长，但三季度以来，公共财政收入增速开始由负转正，推动财政支出力度加大，10 月份财政支出增速更是达到 19.03%，显示出积极财政政策在四季度有所发力。

货币政策也延续了稳健的趋势。今年以来，央行通过降低存款准备金率、再贷款再贴现、创新直达实体经济的货币政策工具等方式，出台了规模可观的宏观对冲措施。2020 年以来人民银行 3 次降准，加权平均存款准备金率下降约 1 个百分点，降准释放流动性 1.75 万亿元。10 月广义货币供应量（M2）与社会融资规模存量同比增速分别为 10.5%与 13.7%，都明显高于上年同期。特别是实体经济贷款需求明显加大，而 M1 增速也显

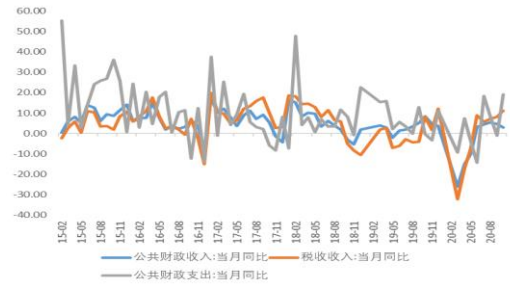
著回升至 10 月份的 9.1%，显示实体资金明显增加，有助于实体经济走稳。

图 6：国内经济数据



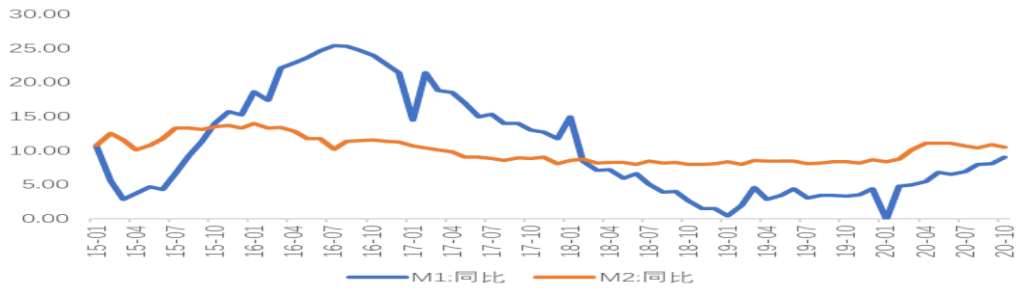
资料来源：wind、东莞证券研究所

图 7：财政收入和支出增速



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 8：M2 和 M1 增速



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

（2）2021 年上半年政策展望：“十四五”规划注入新动力，货币政策回归正常化

从政策来看，**最值得关注的无疑是十四五规划的正式出台**。

此前十九届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，对“十四五”规划提出大的框架范围。从建议内容看，一方面给出 2035 年远景目标，经济总量和城乡居民人均收入将再迈上新的大台阶，关键核心技术实现重大突破，进入创新型国家前列，人均国内生产总值达到中等发达国家水平；另一方面，结合远景目标提出十四五规划的主要目标，如“在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，现代化经济体系建设取得重大进展”、“改革开放迈出新步伐，产权制度改革和要素市场化配置改革取得重大进展，更高水平开放型经济新体制基本形成”等。

在宏观政策方面，建议提出要以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策紧密配合；完善宏观经济政策制定和执行机制，重视预期管理；加强国际宏观经济政策协调，搞好跨周期政策设计，提高逆周期调节能力，促进经济总量平衡、结构优化、内外均衡。

首先，2021 年是我国“十四五”开局之年，**我们认为随着“十四五”规划的正式编制和落地，政策方向也将有望逐步明朗，有望为改革注入新动力**。而从管理层给出的远景目标和建议来看，坚持高质量发展、打造以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展新格局的方向仍有望进一步细化和完善。

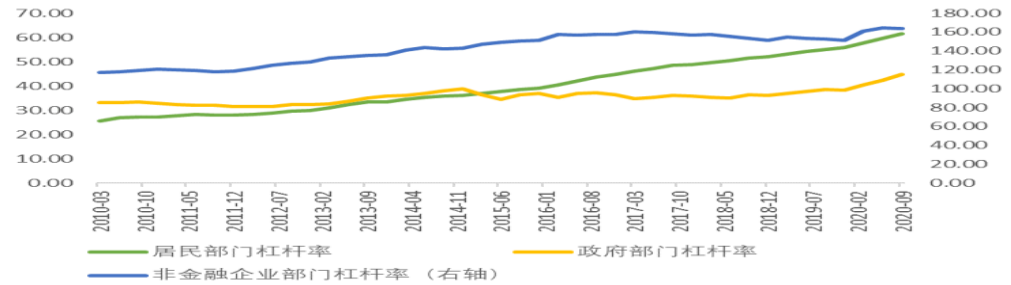
其次，**在财政政策方面，积极财政政策仍将是推动经济发展的重要抓手**。2020 年政府工作报告将财政赤字率目标大幅上调至 3%，预计 2021 年财政赤字率目标将有望维持在 3%水平，特别是随着经济企稳，财政收入增速加快，积极财政政策效果将持续体现。

再次，货币政策方面，目前全球依然保持相对偏态势，不过随着疫情的逐步稳定以

及全球经济的逐步走稳，进一步加大宽松的概率相对较小。特别是从国内来看，根据社科院数据，三季度我国宏观杠杆率继续攀升势头，由二季度的 266.4%升至 270.1%，政府部门杠杆率增幅最大。管理层此前表示要避免宏观杠杆率过快上升形成系统性风险，实现经济和金融之间的良性循环。央行行长易纲也表示，“2021 年 GDP 增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些，货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线”。

因此，**对于货币政策我们预计会相对中性**，一方面 2021 年经济恢复态势良好，进一步加大宽松的动力不足，而在全球流动性推动下的通胀压力或有所加大，也将对后续货币政策带来压制。另一方面，当前宏观杠杆率有所攀升，需要避免宏观杠杆率的过快上升形成系统性风险，**2021 年货币政策将适度趋稳，特别是国内经历了 2020 年的相对偏宽松的流动性释放后，货币政策在 2021 年将有望回归正常**。实际上在 2020 年下半年整个货币政策已经进入相对谨慎观望态势，而 2021 年这种趋势将有望继续延续，中性略偏紧将是 2021 年货币政策的重要特征。

图 9：各部门宏观杠杆率



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

2.1.3 2021 上半年经济展望：先扬后稳，恢复性增长

虽然面临内外部复杂环境，但在国内疫情稳定、2020 年上半年基数较低、以及十四五规划带来政策推动等因素影响下，2021 年上半年经济有望迎来恢复性增长态势。

（1）房地产投资维持平稳增长

2020 年房地产投资保持坚挺，1-10 月全国房地产开发投资同比增长 6.3%，对稳定经济增长起到较大帮助。目前管理层在十四五规划建议中依然坚持“房住不炒”的基调，另外还有对房地产融资的“三条红线”限制，使得房地产市场更多是保持平稳增长势头，房企土地购置面积也出现同比下降态势，拿地有所谨慎，在此背景下，预计 2021 年上半年房地产投资维持在个位数增长。

（2）基建投资和制造业投资继续回升步伐

今年基建和制造业投资仍受到经济回落因素影响，其中基建增速前 10 月回升至 0.7%；而制造业投资增速仍下降 5.3%，降幅比 9 月月小幅收窄。随着积极财政政策发力，财政支出力度有望加大，对基建投资增速有所带动，十四五规划建议也明确提出要统筹推进基础设施建设。而在制造业方面，2020 年一季度基数相对较低，随着经济走稳，制造业盈利改善，在制造业 PMI 持续维持在 50%以上态势下，2021 年制造业回升也是大概率事件，预计有望实现正增长态势。

（3）消费回归平稳增长

2020 年二季度以来，社会消费品零售总额逐月改善，但累计增速依然为负。不过必需品类消费继续延续较好走势，商品零售持续平稳增长，10 月餐饮收入也首次转正。汽车消费更呈现出快速回暖态势。从 2021 年来看，汽车销量数据预计保持较快势头，而餐饮消费也将回归正常水平，加上十四五规划建议明确提出扩大内需战略，积极促进消费，有望推动消费市场增长。总体来看，考虑消费升级以及需求相对刚性，预计 2021 年上半年消费有望回升到较快增长态势。

（4）物价维持平稳

猪肉价格对 CPI 影响较大，随着生猪出栏量持续增加，猪肉价格在下半年逐步迎来高位震荡并有小幅回落。10 月猪肉价格同比降幅为 2.8%，是过去连续十九个月以来，首次同比下跌。短期来看，受供给回升因素影响，猪肉价格大概率震荡回落，将对物价的回升起到抑制作用。不过，随着全球经济的恢复，国际原油价格有可能重新走稳，并带动大宗商品价格适度企稳，近期一些基本金属价格已经出现回暖走势，在流动性以及经济复苏双重因素带动下，2021 年大宗商品价格或有所上行，从而影响 PPI 走势，预计 2021 年 PPI 增速将逐步转正，对物价起到推动作用。上半年整体物价会相对平稳，注意下半年经济持续复苏带来的外部通胀压力。

（5）2021 上半年经济展望：先扬后稳，恢复性增长

整体来看，我们对 2021 年上半年经济走势谨慎乐观。虽然全球疫情并没有结束，但国内疫情相对可控，此外多方研制的疫苗已经进入三期临床，在今年底以及明年初有可能进入批量生产阶段，将有效抑制疫情的持续扩散。在此背景下，全球经济形势有望迎来逐步恢复态势。而国内方面，疫情的影响主要在 2020 年一季度，之后是逐季恢复态势，目前国内疫情形势相对可控，经济运行已经回归常态。投资、消费等内需仍受到政策支持，目前恢复态势良好，海外经济的恢复对我国出口形势构成支持。因此，预计 2021 年将持续回暖格局。特别是一季度由于基数因素，可能会出现较快的 GDP 增速，二季度之后将逐步恢复正常，呈现出先扬后稳的恢复性增长格局。

IMF 最新预测中国 2020 年的 GDP 实际增长率为 1.85%，而世界银行预计为 1%。IMF 预计中国 2021 年的增长率为 8.24%，世界银行预计为 6.9%，均为较高值。考虑到我国前三季度的 GDP 增速转正为 0.7%，**我们预计 2020 年全年增速可达 2%左右，2021 年的全年 GDP 增速为 7%左右，并呈现先高后稳的格局**。

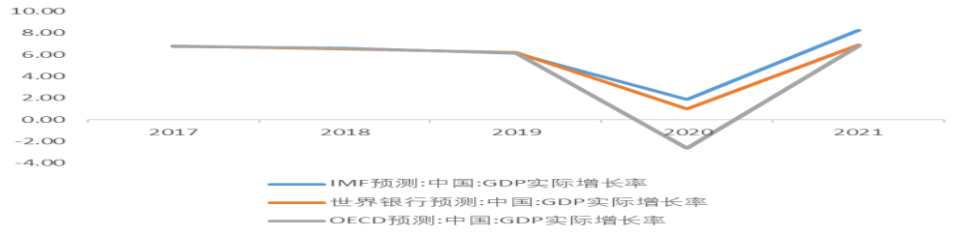
表 1：2020 年重大经济政策汇总

月份	重大政策
1 月	央行：实施全面降准 0.5 个百分点，共释放资金长期资金 8000 亿元；提供 3000 亿元低成本专项再贷款资金
	中美双方在白宫签署第一阶段的经贸协议
2 月	国常会：鼓励对中小微企业贷款延期还本付息，引导金融机构实施 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款再贴现
3 月	央行：实施普惠金融定向降准 0.5 至 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿元
	国常会：增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元，支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券
	美联储：将联邦基金利率目标区间大幅下调 100bp 至 0-0.25%的超低水平
4 月	央行：下调 MLF 利率和 LPR 利率
	美国轻质原油期货 5 月结算价收于每桶-37.63 美元；俄罗斯、南非、肯尼亚、印尼等降息
5 月	政府工作报告：今年没有提出全年经济增速具体目标，但把稳就业保民生作为工作的重中之重；积极的财政政策要更加积极有为，赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债
	美国商务部宣布将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，将“源自美国技术标准降至 0%”
6 月	海南自贸港建设总体方案发布，到 2025 年初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体

	系。
7 月	央行下调支农再贷款、支小再贷款利率 0.25 个百分点，下调再贴现利率 0.25 个百分点至 2%
	调整海南离岛旅客免税购物政策，对注册在海南并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的税率征收企业所得税
	美国政府要求中国政府在 72 小时内关闭驻休斯敦总领事馆，并撤离所有人员
8 月	商务部：发布《关于印发全面深化服务贸易创新发展试点总体方案的通知》，其中公布了数字人民币试点地区
9 月	经合组织发布《经济展望中期报告》，将全球 2020 年 GDP 变动预期上调至萎缩 4.5%，2021 年经济增长预期上调至 5%，并指出中国将是 2020 年二十国集团中唯一实现正增长的国家
	国常会：通过《关于实施金融控股公司准入管理的决定》进一步明确了金融控股公司的准入管理和监管要求
10 月	第十九届五次会议审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》
	国常会：全年要把“六保”作为“六稳”工作的着力点，围绕“六保”“六稳”实施更精准的调控，稳住经济基本盘
11 月	《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署
	央行发布《三季度中国货币政策执行报告》指出，实现全年经济正增长是大概率事件

资料来源：东莞证券研究所

图 10：国际机构对中国经济增速预测



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

2.2 深化注册制改革，资本市场强化财富配置

2020 年资本市场改革持续深化，新证券法、科创板、创业板注册制等先后落地，资本市场的基础制度、监管环境、公司质量、参与主体不断优化。随后后续注册制持续深化，机构参与度不断提升带来居民财富配置的转移，有助于资本市场长期健康稳定发展。

2.2.1 注册制迎来持续推进，未来深化改革延续

随着新证券法积极推进，改革措施密集落地，资本市场基础制度加速完善。2020 年下半年资本市场改革在注册制扩围、完善多层次资本市场、丰富投资工具、优化市场主体多方面持续推进。首先，创业板注册制顺利推行，8 月 24 日创业板试点注册制首批企业上市。其次，管理层积极完善多层次资本市场，新三板转板机制正式落地。再次，管理层积极丰富投资工具（REITS、金融衍生品、存托凭证、股票指数），并修订上证综合指数编制方案及科创板 50 成份指数编制方案。最后，监管层积极推动优化市场主体（上市公司、投资者、中介机构）；7 月证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》； 9 月将 QFII、RQFII 资格和制度规则合二为一，降低外资准入门槛，稳步有序扩大投资范围。10 月份国务院更是印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，加强上市公司信息披露，推动上市公司做优做强。

刘鹤副总理在 11 月明确表示，要大力提高直接融资比重，改革优化政策性金融，

完善金融支持创新的政策，发挥资本市场对于推动科技、资本和实体经济高水平循环的枢纽作用。因此未来的资本市场改革将继续推进。我们预计，2021 年资本市场改革将主要聚焦以下几个方面：

第一，完善基础制度，全面推开注册制。目前科创板和创业板已经实现注册制发行，管理层也表示要将注册制全面推广到主板。按照管理层扩大直接融资规模、发挥资本市场枢纽作用的要求，注册制及配套基础制度推广到主板将可能在 2021 年上半年形成明确时间安排。与此同时，退市制度的修订完善也将可能加快推进改革。

第二，加快风险管理类工具种类的拓展。为有效吸引中长期资金，对冲机制的完善是重要一环。后续有望增加股指期货、期权种类，例如科创板 50 股指期货、科创板 50ETF 期权等；还将有效扩大融券范围，增加融券券源供给。实际上近期社保基金已经开始将其持仓股票提供给部分券商作为融券券源，后续可能会加大力度。这类工具的拓展将为后续对冲资金、海外资金入市带来吸引，并为后续外资持续提升 A 股的比例带来帮助。

第三，在提升上市公司治理质量上有望继续发力，夯实资本市场的基础。《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》的发布，显示管理层对于上市公司质量的关注，已经将提高上市公司质量作为上市公司监管的重要目标，将坚持公司治理与信息披露“双轮驱动”，全面启动公司治理专项行动。后续管理层将通过压实上市公司经营管理，增强上市公司经营的规范和透明度，为资本市场的健康运行提供坚实基础。

第四，继续大力引入长期资金。国内方面将继续提升社保、保险股权投资比例以及投资限制，研究扩大现有养老金股权投资比例，通过配置公募基金入市，还将优化银行理财的入市管理机制，提升在权益类市场的投资比例；此外，通过加快资本市场双向开放，深化资本市场互联互通，进一步吸引海外资金流入国内市场。

图 11：资本市场改革未来展望



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

2.2.2 机构规模与居民配置双提升，市场结构继续优化

（1）机构规模仍有提升空间

随着资本市场改革深入，A 股投资环境持续改善，上市公司质量不断提升，加上陆股通、QFII 投资机制不断完善，保险、社保、养老机构股权配置比例上限也有序放宽，机构影响力依然占据主导，且有持续提升空间。

数据显示，**2020 年三季度末，A 股机构投资者持仓市值占流通市值比例达 57.94%，**占总市值比例为 42.80%；虽然相比于年初的比例略有回落，但总体仍处于相对较高水平。

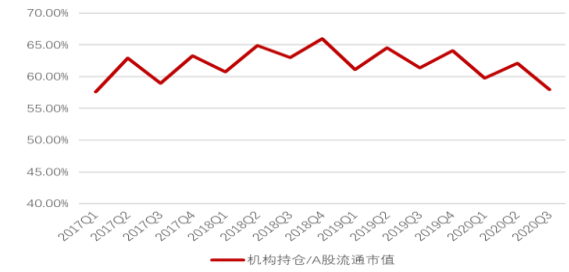
从机构结构看，持仓规模前 5 位分别是一般法人机构、公募基金、陆股通、保险公司、非金融类上市公司。2020 年三季度末，一般法人机构持 A 股市值 262,241 亿元；公募基金持 A 股市值 23,887 亿元；陆股通持 A 股市值 18,595 亿元；保险公司持 A 股市值 16,185 亿元。

具体来看，外资持仓市值的提升较为明显，截止到 11 月 27 日，陆股通持股市值已经达到 20946 亿元，较 2019 年底的 14178 亿元，提升比例超过 47%。而 2020 年（截止 11 月 27 日）北向资金累计净流入 1467 亿元，开通以来累计净流入达到 11402 亿元，对 A 股配置仍在持续增加。另外，QFII 持仓 A 股规模也达到 2385 亿元，较 2020 年初提升超过 37%。

公募基金方面，三季度持仓市值相比于 2019 年底的 24337 亿元，略有小幅回落，但仍处于较高规模水平。另外，险资三季度持仓 A 股市值较年初提升约 11%。社保基金规模较年初持仓规模小幅回落 4%。

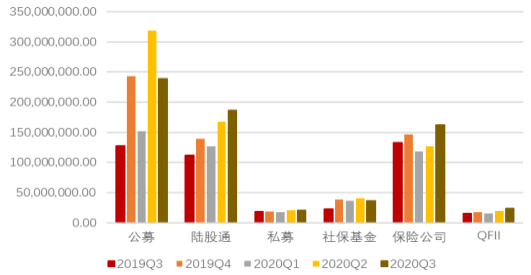
总体来看，外资持仓市值提升最为明显，而公募基金 2020 年总体持仓市值维持稳定，险资持仓规模今年小升幅度，社保则出现了小幅回落态势。**而我们对比海外成熟市场来看，2018 年美国机构投资者持仓占股市市值比例为 64%，相比于成熟市场，未来 A 股中机构持仓市值占比仍有大幅提升空间**。

图 12：国内机构投资者持仓 A 股市值占比（%）



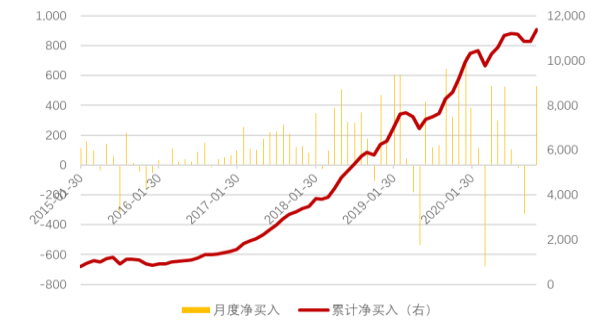
资料来源：wind、东莞证券研究所

图 13：机构持仓市值变化（万元）



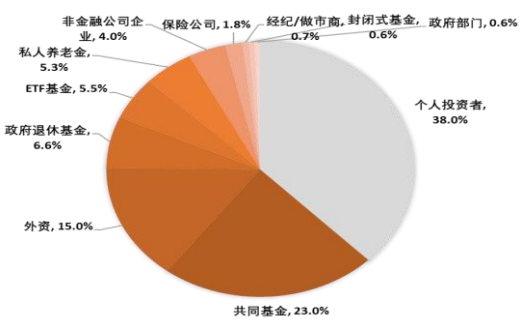
资料来源：wind、东莞证券研究所

图 14：北向资金流入（亿元）



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 15：2018 年美国各类投资者持仓市值占比（%）



资料来源：美联储、东莞证券研究所

注：北向资金流入数据截止 2020 年 11 月 27 日

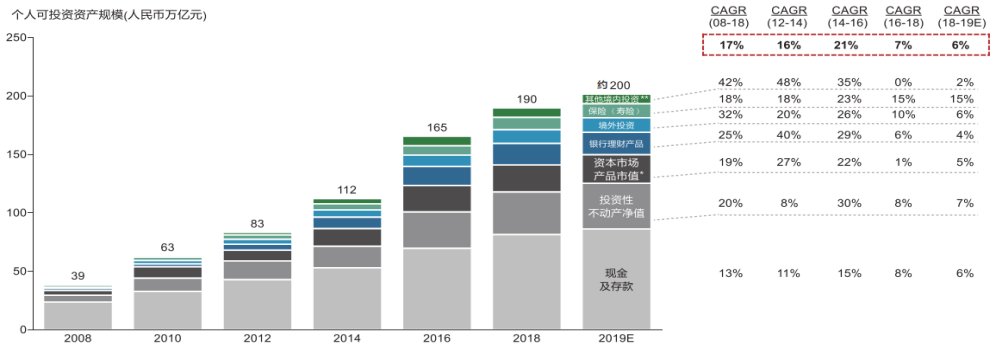
（2）居民配置向股权转移渐行渐近

随着存款利率逐步下行、银行理财回报率维持低位，以及资本市场深化改革带来的股权市场回暖，股票及权益类基金在居民资产配置中比例也而在趋于上升。

从数据来看，目前我国居民资产配置从现金及银行存款向其他资产转移的迹象逐步明显。当前中国居民资产结构中现金及存款、投资性不动产净值占比最大，但现金及存

款规模年复合增速则呈现显著下降，从 2012-2014 年的 11%复合年增速下降至 2018-2019E 年的 6%，显示居民资产配置正从现金及银行存款向其他资产转移。

图 16：2008-2019 年中国个人持有可投资资产结构（万亿，%）



资料来源：招商银行 2019 年中国私人财富报告，东莞证券研究所

注*：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券；

注**：“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股票投资产品、黄金、私募股权、互联网金融产品等；注：2019 年数据为预测值

特别是当前全球实行宽松货币政策导致利率水平持续下行背景下，国内利率水平也呈现稳中有降态势。10 年期国债收益率今年 4 月份一度降至 2.5%，虽然近期有所回升，但考虑海外欧洲、日本仍处于负利率态势，国内利率水平预计仍将维持相对低位运行。

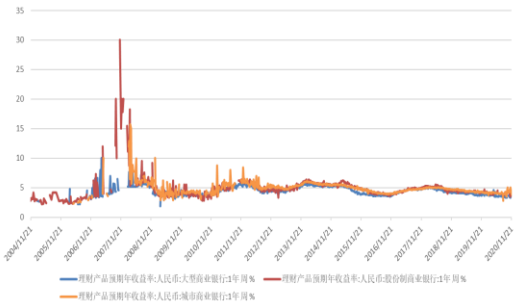
利率的持续弱势使得居民存款中的利息收入有所减弱，与此同时，占居民投资结构比例较高的银行理财产品也面临增速减弱态势。从最新的数据来看，银行理财规模增长率呈下降趋势，年复合增长率从 2012-2014 年的 40%降至 2018-2019E 年的 4%。受银行理财收益率逐年走低影响，预期未来银行理财产品规模增速将继续下降。

图 17：我国国债收益率（%）



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 18：银行理财收益率（%）

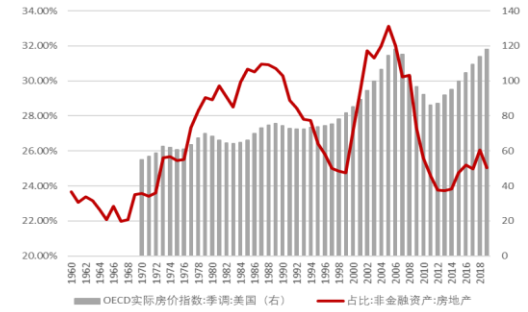


资料来源：wind、东莞证券研究所

另外，而从海外的经验来看，美国居民资产结构经历从不动产到金融资产的转变。20 世纪 90 年代以来，美国科技产业代替传统行业成为经济增长的重要动能，虽然美国居民资产结构中房地产占比在 2005 年创出新高，但随着 2008 年美国房地产泡沫刺破，房地产占居民比例未能回到历史高位，而随着代表股票市场的标普 500 指数大幅上涨，股票及投资基金占美国居民财富比例跟随上升，并超越房地产。

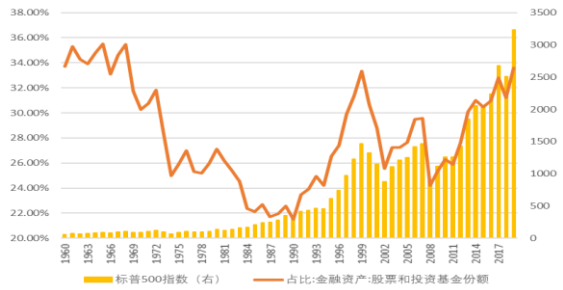
各类资产占居民财富比例表面受对应资产收益率影响，底层原因是受行业政策与经济增长模式，目前中国正处于经济结构升级、房地产告别高增长、资本市场深化改革阶段，**随着资本市场的进一步发展壮大，未来我国居民在股票及公募基金的配置比例将持续提升，为市场带来更多增量资金。实际上，从今年基金发行规模创出历史新高以及融资融券市场的活跃，显示出居民在资本市场的参与力度明显提升**。

图 19：美国居民资产中房地产占比（%）



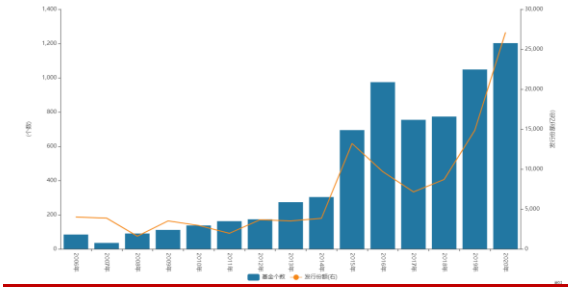
资料来源：wind、东莞证券研究所

图 20：美国居民资产中股票及基金占比（%）



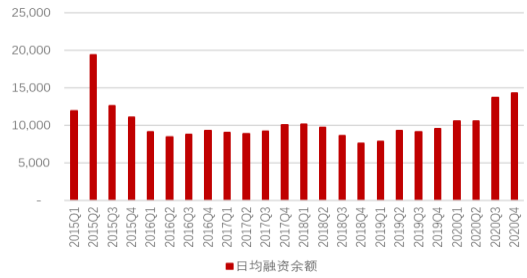
资料来源：美联储、东莞证券研究所

图 21：新基金发行规模（亿份）



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 22：日均融资余额（亿元）



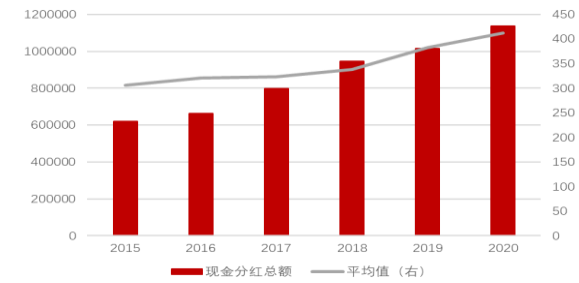
资料来源：美联储、东莞证券研究所

（3）分红数量增多，退市力度加大，市场结构优化

A 股上市企业现金分红呈上升趋势。2020 年（截止 11 月 27 日）A 股现金分红 11,384 亿元，超出 2019 年全年；2015-2019 现金分红逐年上涨，期间年复合增长率达 13.09%。2020 年（截止 11 月 27 日）A 股平均每家上市企业现金分红 413 百万元，较 2015 年均值高出 35.08%，期间现金分红均值呈上升趋势，在 2019 年、2020 年出现加速，主要得益于机制优化下上市公司与中小股东分享利润的意愿提升。

2020 年 A 股退市数量显著增加，全年（截止 11 月 27 日）退市达 15 家，创历史新高。**注册制带来退市规则的优化，加速优胜劣汰，优化市场结构，提升整体上市质量**。

图 23：A 股区间现金分红金额（百万元）



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 24：A 股退市数量（家）



资料来源：wind、东莞证券研究所

2.3 市场因素分析：盈利、估值及资金面

2.3.1 盈利与估值：盈利前高后稳，估值中性

（1）盈利：受基数因素及经济恢复影响，盈利增速前高后稳

从上市公司业绩来看，前三季度全 A 归母净利润同比增速下滑 6.59%，主要受一季度疫情因素及金融石化等权重行业增速拖累。从环比来看，三季度单季度净利润环比增长 26.78%，显示出三季度环比明显改善，全部 A 股业绩也呈现逐季改善态势。

而剔除金融、石油石化行业，则非金融石油石化上市公司 2020 年三季度净利润同比下滑 2.86%，较 2020 年中报（-14.61%）也明显收窄。中小创业绩增速要好于主板。其中，中小板增长 14.68%，，科创板增长 50.62%，创业板增长 21.47%。可以看到，受金融、石油石化等传统行业相对略偏弱影响，整个 A 股的业绩增速未能实现转正，但降幅较二季度明显收窄，随着经济恢复，预计 2020 年全年有望继续收窄降幅。

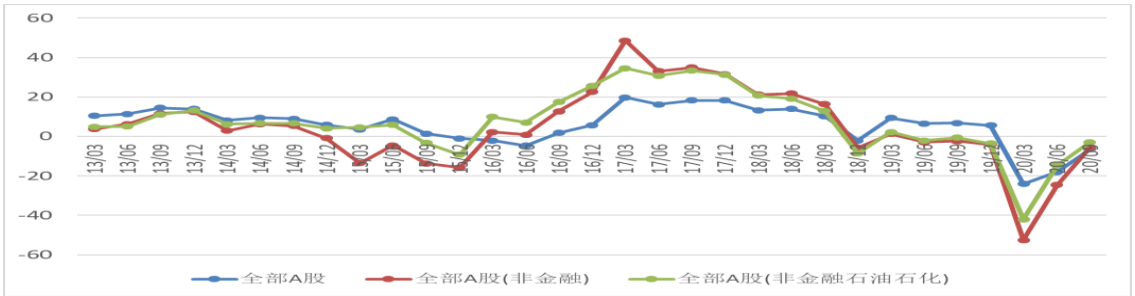
而对于 2021 年来看，2020 年一季度的低基数以及 2021 年上半年经济运行继续平稳将使得 2021 年一季度的盈利增速会出现一个高点，二季度会随着基数问题的缓和逐步回归正常。**因此，2021 年上半年的业绩增速也将呈现出一季度大幅增长，二季度慢慢回归正常增长的态势。盈利增速将前高后稳，环比的数据变化会更加关键**。

（2）估值分化：价值蓝筹合理，消费、科技股处于略偏高水平

从整体估值来看，**截至 11 月 27 日，A 股整体 PE（TTM）为 22.83 倍，处于近今年相对略高水平**。沪深 300 的 PE（TTM）为 15.36 倍。不过中小板、创业板估值并不低，中小板及创业板分别为 49.47 和 96.33 倍。而 A 股整体估值不高，主要是银行、地产、钢铁、煤炭、建筑等行业的估值较低，拉低整体的估值水平。如果剔除银行行业，全部 A 股（非银行）PE（TTM）为 34.5 倍，已经处于相对较高水平。中小板估值处于近两年估值略偏高位置，而创业板则经历年初的大幅上升后步入回落态势。

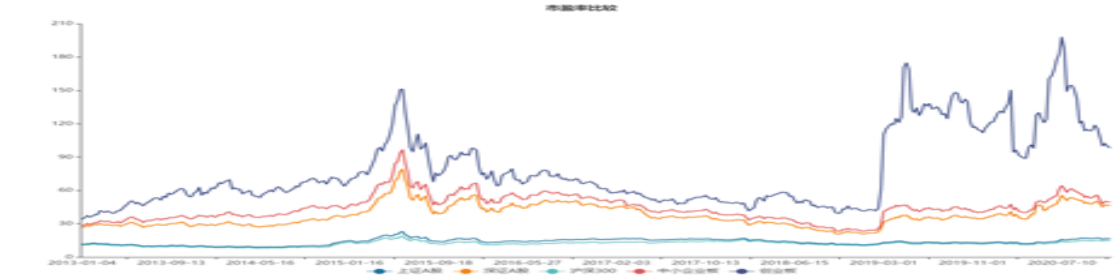
分行业来看，银行、地产、建筑材料、采掘、钢铁、农业等行业估值相对较低，在 20 倍以下水平，而公用事业、非银金融、家电等估值在 30 倍以下。而科技类板块估值则处于相对较高水平。整体来看，如果剔除掉银行、地产、建筑、建材、钢铁等行业，则整体市场的估值水平则处于略偏高水平，还需要后续业绩增长消化估值水平。

图 25：上市公司归属母公司股东净利润增速



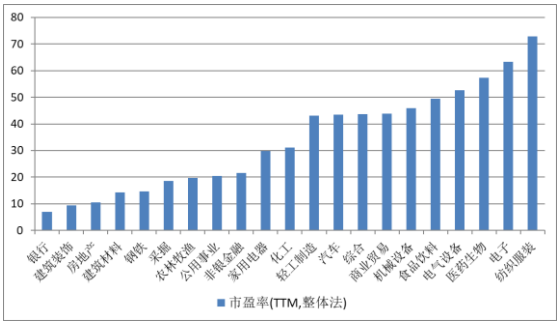
资料来源：wind、东莞证券研究所

图 26：市场整体市盈率



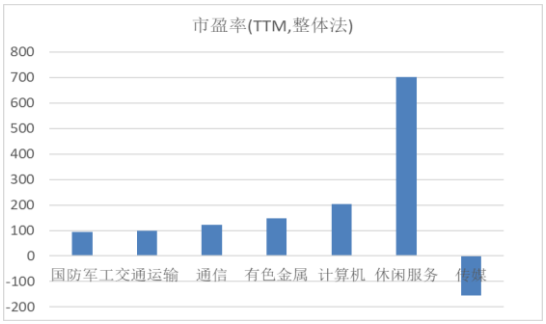
资料来源：东莞证券研究所、wind

图 27：行业市盈率



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 28：行业市盈率 2



资料来源：wind、东莞证券研究所（数据截止 11 月 27 日）

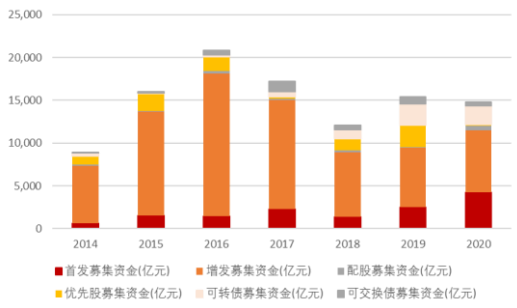
2.3.2 资金供需面：维持紧平衡，有待改善

（1）注册制背景下，融资压力仍较大

注册制的持续推进、资本市场融资规模的持续加强，使得目前国内市场总体融资规模仍较大。2020 年截至 11 月 30 日，股权融资合计 14,838 亿元，高于 2019 年同期水平。其中，IPO 募集 4239 亿；增发募集 7,248 亿；优先股、可转债和可交债分别发行 157 亿元、2225 亿元和 456 亿元；而科创板今年融资规模为 2,022 亿元。整体来看，随着科创板启动以及创业板注册制的推进，2020 年 A 股整体融资规模仍保持较高水平，略低于 2016 年、2017 年，处于历史次高规模。

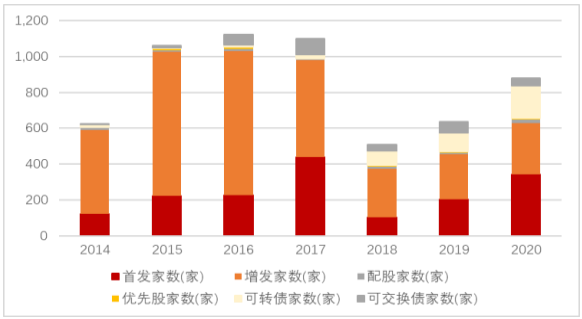
从目前数据来看，截至到 2020 年 11 月 27 日，IPO 信息披露在审企业共计 801 家，其中，传统板块 192 家（上交所主板、深交所主板、中小板），上交所科创板和深交所创业板共计 609 家，新三板精选层 46 家。科创板和创业板在目前的 IPO 名单中占据大多数，传统板块则相对数量少一些。**考虑 2021 年管理层将逐步推进全市场注册制，加上对资本市场融资支持实体经济的需要，使得后续全市场融资规模仍将保持相对较高水平，2021 年融资压力仍会较大**。

图 29：A 股融资规模（亿元）



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 30：A 股融资家数（家）



资料来源：wind、东莞证券研究所

（2）产业资本减持压力较大，回购力度继续回升

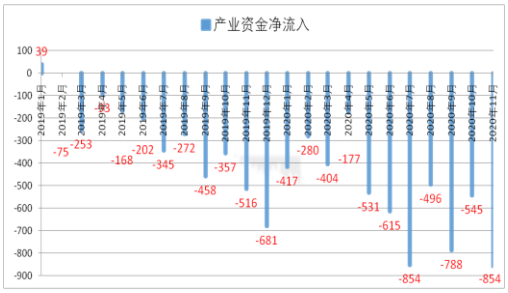
产业资本减持动作依然不断，对市场构成压力。2020 年 11 月 27 日，产业资本在 A 股累计净减持 5954 亿元，而 2019 年的产业资本净减持 3347 亿元。整体来看，产业资本减持规模较 2019 年明显加大，显示出产业资本在解禁后有较大的减持动作。

值得注意的是，2021 年 A 股市场的解禁规模约为 4.57 万亿，较 2020 年解禁规模略

有减少。其中 2021 年年初以及 6、7、8 月减持规模较大，其他月份则相对平稳。**考虑到 2020 年产业资本减持规模或超过 6000 亿元，而 2021 年将继续较大的减持压力，预计全年在 6000 亿元左右**，其中上半年或在 3000 亿元左右。

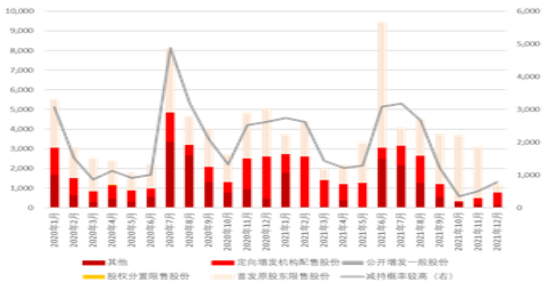
上市公司回购方面，在政策引导下处于持续增长态势。从数据来看，截止到 11 月 27 日，2020 年 A 股上市公司已回购金额达 915 亿元，较去年同期有所增加。另外还有处于股东大会通过、董事会会预案进程的回购预案较多。2021 年政策将继续加大对上市公司回购的支持，从而带动 2021 年回购规模再度增长，预计约为 1200 亿元。

图 31：上市公司增减持数据



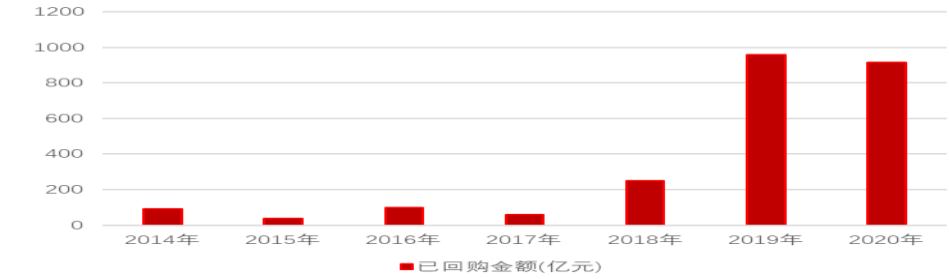
资料来源：wind、东莞证券研究所

图 32：2021 年大小非解禁市值



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 33：已完成的回购情况（家、股）

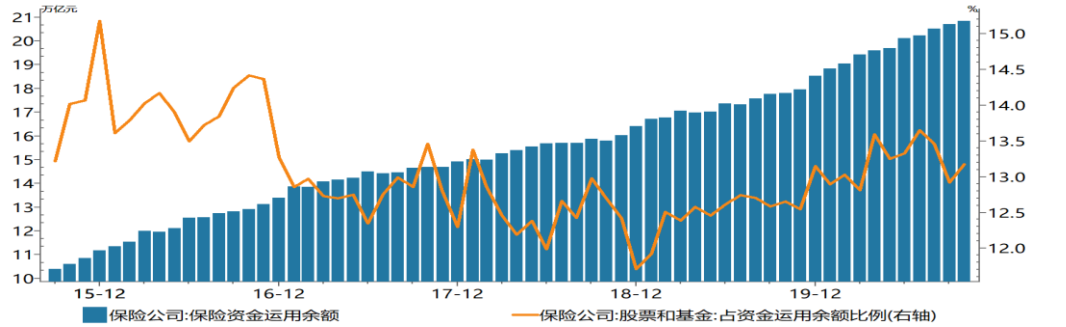


资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

（3）保险资金、社保、银行理财资金：继续稳步入市

保险资金方面，从银保监会公布的数据来看，截止 2020 年 10 月，资金运用余额 20.85 万亿元，较 2019 年末增长 12.52%；其中股票和证券投资基金占资金运用余额约 13.18%。今年保险资金在股票持仓市值上也有小幅增长，中长期增加股票资产配置继迹象较为明显。特别是后续管理层鼓励中长期资金入市，加上对保险资产投资证券的比例上限提升，有望带动后续保险资金的持续流入。预计 2021 年保险在权益类市场仍有望继续增加额度，预计险资在 2021 年入市资金规模有望超过 3500 亿元。另外，社保基金、企业年金、银行理财资金也有望随着政策推动而逐步入市，预计带来 1000 亿左右资金流入。

图 34：保险资金运用余额及权益类投资占比



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

（4）公募延续热度，私募平稳入市

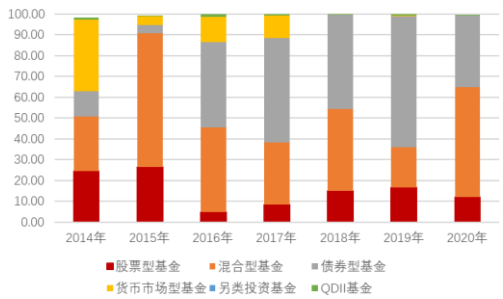
截止到 2020 年 11 月 27 日，公募基金新发行基金 28,533 亿份，较去年全年发行规模增长 101.3%，整个基金发行呈现出活跃态势。其中股票型基金发行规模达到 3,422 亿份，明显高于去年水平；混合型基金达到 15,098 亿份，较 2019 年全年增长超万亿份，占新发基金比例超过 50%，显示出混合型基金发行最为明显。而债券型基金 2020 年为 9,783 亿份，占新发基金比例大幅下滑至 34.3%。

从存量变化来看，截止到 11 月 27 日，目前基金累计份额达到 163489 亿份，较年初增加 26229 亿份，与新基金的发行份额基本吻合。其中股票型基金份额较年初增加 2823 亿份，资产净值较年初增加 5029 亿元。混合型基金份额较年初增加 14330 亿份，而资产净值较年初增加 22087 亿元。

可以看到，随着 2020 年市场行情的持续回暖，基金发行进入较为活跃的发行态势。新发基金规模大幅增长，创出历史新高，特别是股票型和混合型基金受到市场追捧较为明显，出现很多爆款基金的局面，而股票型和混合型基金的发行将直接为市场带来增量资金。而债券型、货币型基金发行态势有所减弱。从目前来看，预计 2021 年公募发行有望延续较好的发展势头，不过考虑到今年发行规模已经处于历史高点，2021 年的发行维持热度，但规模或适度减弱，**预计带来增量资金 7000 亿元**。

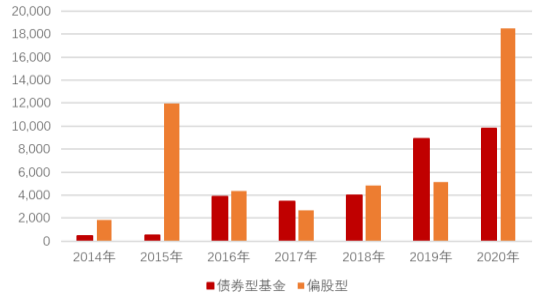
私募方面，据 wind 数据显示，截止 2020 年 10 月底，私募持有的证券基金规模 3.68 万亿元。目前私募证券基金数量约 50263 只。不过今年私募新发行规模相对都偏小，累计新发行份额 430 亿，预计 2021 年会保持目前的发行节奏，带来约 400 亿元增量资金。

图 35：各类新发行公募金比例（%）



资料来源：wind、东莞证券研究所

图 36：偏股类、偏债类公募基金新发行份额（亿份）



资料来源：wind、东莞证券研究所

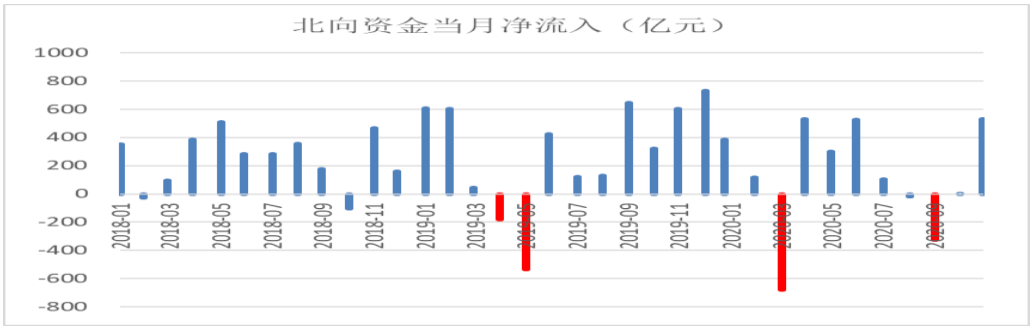
注：偏股型基金=股票型基金+混合型基金

（5）海外资金保持流入，但步伐逐步趋于平缓

陆港通方面，今年截止到 11 月 27 日，北上资金累计通过沪深股通，净流入资金约为 1467.54 亿元。**3 月份出现净流出 679 亿元，9、10 月也出现净流出态势，其他月份都是净流入态势**。

整体来看，北向资金仍有望带来持续增量资金，但流入规模相比于 2018、2019 年的超过 2000 亿元资金，今年的大幅流入规模略有缓和。考虑到目前国内经济稳定以及海外资金持续配置需求，预计 2021 年北向资金仍有望继续净流入国内市场，但在没有进一步纳入国际指数比例提升的背景下，预计净流入总体规模约 2000 亿元。

图 37：沪深港股通资金流入统计



资料来源：东莞证券研究所、wind

（6）两融杠杆资金

截至 2020 年 11 月 27 日，沪深两市两融余额 15737 亿元，其中融资余额为 14574 亿元，较 2019 年底增加 5544 亿元或 54.39%。两融余额的持续增长成为推动市场资金面持续活跃的重要因素。在市场信心逐步修复的背景下，2021 年两融资金仍有望继续增加。

整体来看，2021 年融资、大小非净减持或将对资本市场形成较大压力，但在基金发行节奏延续、两融资金支持、北向资金流入、中长线资金持续配置股市等因素影响，市场资金面有望维持相对紧平衡格局，预计不会出现明显的增量资金流入局面。

3. 2021 年上半年市场展望与操作策略

3.1 2021 年上半年市场展望：屠苏送暖，砥砺前行

2020 年市场经历新冠疫情冲击，但最终在经济持续复苏带动下迎来震荡反弹行情。经历了疫情冲击之后，后疫情时代 2021 年上半年市场将何去何从呢？

从经济形势看，我们对 2021 年上半年经济走势谨慎乐观，随着疫苗推出全球经济形势有望迎来逐步恢复态势。而国内经济运行已经回归常态，投资、消费等内需仍受到政策支持，海外经济的恢复对我国出口形势构成支持，因此，预计 2021 年将持续回暖格局。特别是一季度由于基数因素，可能会出现较快的 GDP 增速，二季度之后将逐步恢复正常，呈现出先扬后稳的恢复性增长格局。**预计 2021 年的全年 GDP 增速为 7%左右，并呈现先高后稳的格局。**

从政策角度看，2021 年是 “十四五”开局之年，随着“十四五”规划的正式编制和落地，**政策方向将逐步明朗，有望为改革注入新动力**，坚持高质量发展、打造以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展新格局有望进一步细化和完善。积极财政政策仍将是推动经济发展的重要抓手，2021 年财政赤字率目标将有望维持在 3%水平，随着经济企稳，财政收入增速加快，积极财政政策效果将持续体现。

货币政策方面，有望逐步回归正常。随着国际经济的逐步走稳，全球宽松的边际力度和效果或逐步减弱，国内 2021 年经济恢复态势预计良好，进一步加大宽松的动力不足；而当前宏观杠杆率有所攀升，管理层多次提到需要避免宏观杠杆率的过快上升形成系统性风险，因此 2021 年货币政策将适度趋稳，有望回归正常化，中性略偏紧将是 2021 年货币政策的重要特征。

而在资本市场方面，注册制迎来持续推进，未来深化改革延续。管理层明确表示要大力提高直接融资比重，发挥资本市场枢纽作用，2021 年资本市场改革将继续深化，预计将在全面推开注册制、风险工具完善、提升上市公司质量、引入长期资金方面进一步有所发力。特别是在参与结构方面，机构影响力依然占据主导，且有持续提升空间，而居民的资产配置在资本市场财富效应的累积基础上，有望逐步向股权转移，带动资本市场健康发展。

从市场环境来看，上市公司业绩跟随经济呈现出逐季恢复态势，考虑基数问题，2021 年上半年上市公司的整体业绩增速也将呈现出一季度大幅增长，二季度慢慢回归正常增长的态势，盈利增速将前高后稳。**估值方面，总体相对较合理**，但如果剔除银行等传统行业，则估值处于略偏高水平。从资金面来看，2021 年融资、大小非净减持或将对资本市场形成较大压力，但在基金发行节奏延续、两融资金支持、北向资金流入、中长线资金持续配置股市等因素影响，**市场资金面有望维持相对紧平衡格局**。

总体来看，2020 年市场经历疫情洗礼，最终走出震荡反弹走势，个股板块普遍上涨，中小创表现明显强于主板市场。从 2021 年上半年的市场环境来看，全球经济有望随着疫苗推出迎来缓慢复苏势头，国内经济运行将继续稳步运行，特别是在基数因素影响下将呈现前高后稳态势，而政策上依然维持积极，特别是十四五规划的推出以及两会对后续政策的定调，有望释放新动能，积极财政政策仍是重要抓手，不过货币政策将逐步回归正常化，资本市场将进一步深化注册制改革，夯实上市公司基础，引导中长期资金入市，而居民财富配置也逐步向资本市场转移，带动资本市场中长期发展。

因此，**对 2021 年上半年的市场行情，我们保持偏谨慎乐观**。市场经历疫情考验最终走出震荡反复格局，表现较为顽强，个股板块普遍上扬。2021 年国内外经济有望稳步复苏，疫情形势也有望得到缓和，基本面因素将持续改善，国内在十四五规划以及两会政策引导下将保持积极态势，积极财政政策效果继续体现，而货币政策将逐步回归正常化，资本市场的改革深化为市场健康发展注入新动力，对中长期资金的引导以及居民财富配置的转移更为市场带来资金支持，不过当前整体估值水平进一步提升难度有所加大，货币政策也回归中性，而资金面更是受到持续的股权融资、大小非减持等因素影响，将维持紧平衡态势，难以对市场形成明显的资金支持。大盘之前技术面呈现出高位震荡整固格局，**2021 年年初在资金面相对偏充裕、政策面相对积极的背景下，加上疫苗的推出预期，市场仍有走强机会，而随着货币政策逐步回归正常以及市场融资压力的不断加大，将面临高位震荡反复压力，预计 2021 年上半年市场将屠苏送暖，砥砺前行，呈现冲高震荡格局**。

3.2 操作策略及行业配置：注意风格转换，超配金融、地产、化工、家电、食品饮料、TMT 等板块

2020 年市场稳步回暖，随着后续经济持续复苏以及国内资本市场改革持续推进，2021 年上半年市场有望屠苏送暖，砥砺前行，呈现冲高震荡格局。

整体操作上建议提前做好布局，传统周期类板块受到 2020 年一季度疫情冲击较为明显，而在 2021 年的经济的复苏背景下也将迎来极大改善，从而带动行业回暖，建议可以积极布局。而随着基本面的持续改善和估值消化，消费类板块中长期成长空间仍较为明显，仍可以保持配置；而科技类板块在十四五对于创新的关注，有望持续受到政策支持，在技术革新、国产替代等因素带动下，未来业绩成长性依然可期。

积极注意市场风格会出现轮换，短线经济复苏的趋势较为明确，周期性板块也在今

年的表现中相对偏弱，有望率先迎来估值修复的机会，中期随着业绩面的持续改善，消费以及科技类行业会逐步受到资金关注，建议优选投资标的，中线布局，把握结构性机会，可从以下几条主线来布局：

（1）**价值主线**：低估值蓝筹板块，在经济回暖背景下具备估值修复机会，如银行、保险、证券、地产、化工、有色、建筑、建材、机械、电气设备等板块；

（2）**消费主线**：业绩确定性较高，短期适度消化估值，中长期成长持续性强，如家电、汽车、食品饮料、医药、旅游、商业等板块；

（3）**科技主线**：技术革新、国产替代带来行业的持续发展，如计算机、通信、电子、新能源汽车、新材料等板块。

行业方面，**建议超配金融、地产、化工、家电、食品饮料、TMT 等，标配电气设备、有色、基建、机械、汽车、医药、轻工、新材料等。**

（1）金融

证券板块方面，券商行业 2020 年业绩实现大幅增长，各项业务增速疫情后均有所改善并反超 2019 年，预计 2021 年行业业绩增速较 2020 年有所下降，但保持正增长。基金投顾试点资格落地，券商财富转型、数字化升级等迎来发展良机。监管层推动全市场注册制改革，叠加再融资业务松绑、并购重组政策松绑等有望推动股权融资规模扩增。修订后的 QFII、RQFII 制度有助于提高外资对参与中国资本市场便利度，吸引外资流入，外资引入提高了市场整体活跃度，同时，监管层重提 T+0 改革，加速国内资本市场成熟化。后期重点关注资本市场改革力度。券商合并亦会带动行业走强。

银行板块方面，银行三季度数据显示行业整体规模净利润同比下降 8.1%，降幅较上半年有所收窄，业绩下行底部已显现，未来业绩随经济复苏有望进一步改善。央行就《商业银行法(修改建议稿)》征求意见，引导银行回归本源，服务实体经济，预计未来政策会以引导资金流向实体企业为主。当前银行板块自身历史估值或与其他板块估值相比都处于低位，未来随经济复苏修复上行空间较大。

保险板块方面，三季度行业保费收入仍呈弱势。负债端最差时期已过，利率向好保证行业投资收入来源。各险企提早“开门红”布局，根据往年“开门红”布局情况，今年险企布局显得尤为重视与提前，2021 年有望带来业绩改善。寿险改革进度接近尾声，预估改革带来业绩改善。

（2）地产

今年以来行业整体利润均出现负增长，三季度相比前两季度已经出现明显改善。而随着四季度施工继续积极推进，以及集中结算到来，行业利润增速相比三季度进一步改善值得期待，业绩有望改善。当前行业景气度相对良好，同时在融资监管加严背景下，四季度开发商继续加大推盘回流现金可能性较大。四季度销售保持理想，全年销售维持正增长仍值得预期，也将可带动行业悲观预期的改善。预判来年行业整体销售保持平稳，但房企间差距拉大。

行业当前整体库存维持较低水平，对于房价将有一定的支撑作用。当前行业整体估值水平跌至历史底部区间，向下空间相对有限。另外企业间销售及业绩分化进一步体现，强者恒强愈加凸显。建议重点关注基本面理想、业绩锁定性及股息率较高、估值便宜的

一二线龙头个股；另外销售相对理想，债务可控，短期业绩波动及市场情绪带来股价下跌，但整体基本面及行业竞争性保持良好，估值优势突出的个股仍可维持关注。

（3）化工

受上半年经济下行压力影响，整个化工行业业绩增速表现较弱。不过自二季度以来，随着企业复工复产稳步推进，经济逐步回暖，特别是下游汽车、纺织服装、以及出口景气度回升，对上游化工产品的需求开始复苏，化工企业业绩在三季度出现环比明显改善态势。而近期石油价格的企稳反弹对化工产品价格上涨产生了明显的刺激作用。

目前整体化工产品价格处于底部区域，不过部分品种像 MDI、尿素等价格出现反弹，显示出细分行业改善态势。预计随着国内经济的逐步恢复以及需求回暖，化工产品价格有望逐步走稳，行业四季度及 2021 年一季度将有望继续改善，建议关注具备竞争优势的行业龙头公司。

（4）家电

产销数据显示，9 月各类家用电器产销量均同比上涨。商品房销售面积连续 6 个月维持正增长，2020Q4 地产销售或保持良好增长态势，拉动未来家电需求。因此，我们认为行业将迎来内需恢复，出口也有望维持高热度。目前板块估值仍相对合理，建议关注高 ROE、出口驱动力强、工程具有优势的个股，优选竞争优势更强的白电龙头、线上出口双重优势小家电、工程订单稳定厨电。

（5）食品饮料

高端白酒价格继续坚挺，次高端稳价且动销逐步恢复，二三线白酒增速逐步回升；Q3 高端酒业绩保持稳定，二三线白酒前期疫情受损严重，Q3 业绩环比持续回升。十月餐饮社零首次转正，2021 年餐饮恢复增长是大概率事件，今年上半年受餐饮渠道拖累的调味品、啤酒、饮料等在 2021 年业绩有望呈现较好的弹性。乳品板块方面，原奶价格持续回升，竞争有望趋缓，龙头动销平稳，市占率持续上升；今年 Q1 受损疫情较重，2021 年龙头公司有望凭借扩大的市场份额恢复较好的增长。啤酒消费逐步回暖，龙头业绩逐步回升，高端化持续推进，毛利率净利率有所回升；随着餐饮的恢复，2021 年 Q1 业绩有望恢复增长。预计 2021 年将有两条主线：复苏和确定性龙头，关注疫情受损较大的板块龙头的业绩回升机会及优质赛道业绩确定性高的优质龙头。

（6）TMT

通信方面，2021 年仍为 5G 建设高峰期，预计通信 PCB 企业业绩有望持续。

电子方面，展望 2021 年，我们对电子板块前景仍保持相对乐观，一方面，2021 年全球经济将进一步从疫情中复苏，前期因为疫情被压制的部分需求有望逐步恢复；另一方面，5G 仍在推进进程中，需求只会延后不会消失，5G 建设、智能手机换机潮、下游 5G 应用有望持续受益；此外，奥运会、欧洲杯等体育赛事由于疫情影响有所延后，预计对面板、Mini LED 等下游需求有望形成提振。

计算机方面，关注物联网产业。智能汽车网联中，新能源汽车已经成为未来的发展趋势，伴随新能源汽车发展的是智能汽车网联技术。公路端方面，随着疫情的到进一步的控制，项目已经在抓紧施工。汽车端方面，新能源汽车要实现智能网联也需要车载端的软件与硬件辅助，下游汽车厂商已经形成自身的供应链体系。所以选择长期汽车厂商的合作伙伴较为合适。另一个需要关注的就是家用物联网，智慧家居的理念开始渗透进社会，关注实现网络连接的家用路由器与智慧家居中通信模组。

3.3 2021 年一季度股票组合

表 2：2021 年一季度股票组合

投资主线	潜力股
价值蓝筹	中国平安（601318）、招商银行（600036）、平安银行（000001）、中信证券（600030）、万科 A（000002）、保利地产（600048）、中国建筑（601668）、旗滨集团（601636）、华鲁恒升（600426）、扬农化工（600486）、陕西煤业（601225）、中联重科（000157）、
消费	格力电器（000651）、海尔智家（600690）、青岛啤酒（600600）、中炬高新（600872）、广州酒家（603043）、恒瑞医药（600276）、泰格医药（300347）、迈瑞医疗（300760）
TMT	用友网络（600588）、风华高科（000636）、京东方 A（000725）、领益智造（002600）、分众传媒（002027）
其他	东方财富（300059）、云南铜业（000878）、宁德时代（300750）、华域汽车（600741）、中宠股份（002891）

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn